



# 2017年怀化经济开发区开发建设投资有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2017年怀化经济开发区开发建设投资有限公司<sup>1</sup>公司债券2024年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
17 怀化经开债 /PR 怀建投	AAA	AAA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：怀化市是全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一，近年地区生产总值稳步提升，怀化国际陆港经济开发区开发建设投资有限公司（以下简称“怀化经开投”或“公司”）作为怀化国际陆港经济开发区（以下简称“怀化经开区”）重要的基础设施建设和投融资主体，未来代建收入有一定保障，且持续获得外部支持，此外，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有助于提升本期债券的信用水平；但同时中证鹏元也关注到，公司短期偿债能力指标表现较弱，仍面临较大债务压力，应收款项回款较慢，部分资产抵押受限，资产整体流动性较弱，对外担保规模较大，存在一定或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司工程代建收入仍具备一定可持续性，且预计将继续获得政府支持。

## 评级日期

2024 年 7 月 25 日

## 联系方式

项目负责人：陈良玮  
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：张梦真  
zhangmz@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	148.87	155.11	142.79
所有者权益	55.31	59.20	57.18
总债务	85.85	85.20	75.63
资产负债率	62.84%	61.83%	59.95%
现金短期债务比	0.11	0.01	0.02
营业收入	22.87	19.33	13.65
其他收益	2.92	1.10	2.79
利润总额	1.92	1.98	2.69
销售毛利率	18.27%	26.58%	15.36%
EBITDA	4.14	6.15	5.91
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.48	1.19
经营活动现金流净额	20.07	1.68	2.35

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 公司原名为怀化经济开发区开发建设投资有限公司，2023 年 6 月变更为怀化国际陆港经济开发区开发建设投资有限公司。

## 优势

- **怀化市是全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一，经济增速较快。**怀化市是武陵山经济协作区中心城市和节点城市，全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一，依托于资源禀赋发展矿冶、水电等支柱产业，2023 年实现 GDP1,948.52 亿元，同比增长 5.6%。
- **公司系怀化经开区重要的基础设施建设和投融资主体，未来代建收入有一定保障。**公司主要承担怀化经开区的市政工程代建任务，截至 2023 年末公司在建代建项目总投资 14.12 亿元，尚需投资 6.76 亿元，且存货中仍有一定规模的已投资未结算代建项目投入，未来代建收入有一定保障。
- **公司持续获得外部支持。**2023 年公司获得政府补助 2.92 亿元，占同期利润总额的 152.08%，显著提升了公司利润水平。
- **中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有助于提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中合担保的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

## 关注

- **资产负债率有所上升，短期偿债能力指标表现较弱，仍面临较大债务压力。**2023 年末公司资产负债率升至 62.84%，现金短期债务比为 0.11，现金类资产对短期债务覆盖力度很弱。考虑到公司土地和房屋抵押比率较高，在建自营项目仍需一定资金投入，同时存量债务本息接续压力仍存，公司仍面临较大债务压力。
- **公司主要收入来源变动较大，各项业务收入稳定性较弱。**由于当期未结转工程代建项目收入，也无房产出售，2023 年公司未实现工程代建收入和投资性房地产转让收入，土地转让收入对本期收入形成较大贡献。
- **公司应收款项对资金形成较大占用，土地及房屋抵押比例较高，整体流动性较弱。**公司资产仍主要由在建项目投入、应收款项、土地和房产构成，截至 2023 年末上述资产占总资产比重超 90%，公司应收款项的应收对象主要为当地政府及相关单位，回收风险不大但回收时间存在不确定性，对公司资金造成较大占用，且存货中待开发土地抵押比例为 84.17%、投资性房地产抵押比例 75.79%。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保金额为 31.80 亿元，占当期末净资产的 57.49%，对外担保规模较大，被担保方均当地国有企业，存在一定的或有负债风险。

## 同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
怀化市交通建设投资有限公司	湖南省怀化市重要的基础设施建设主体，主营业务包括基础设施代建业务和运输服务	259.55	135.53	11.27
怀化市城市建设投资有限公司	湖南省怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体，承担了市域范围内大量的市政工程和土地开发任务，涵盖城区改造、公园、综合停车场、河道整治、路网工程等项目，在怀化市城市基建领域处于主导地位	433.16	181.63	20.24
怀化市水业投资有限公司	公司是怀化市重要的水务资产建设运营主体，负责主城区的供水以及十个区县（市）的污水处理，包括自来水供应、污水处理、管网建设与维护以及水利发电等业务	100.36	46.91	7.27
怀化高新产业投资发展集团有限公司	怀化高新区重要的市政工程建设主体，主要承担怀化高新区规划范围内的土地开发、城市建设投资、市政基础设施建	297.68	140.68	11.64

	设、管理、运营、维修等任务			
怀化国际陆港经济开发区开发建设投资有限公司	湖南怀化经济技术开发区重要的基础设施建设主体，主要从事怀化经开区的基础设施建设等业务。	148.87	55.31	22.87
怀化市城市发展集团有限公司	怀化市核心的城市基础设施建设和投融资主体，主要从事怀化市的基础设施建设、土地开发整理等业务	1,158.82	541.00	66.07

注：以上各指标均为 2023 年（末）数据。  
 资料来源：公开信息，中证鹏元整理

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分	评分要素	评分
区域状况	5/7	经营&财务状况	3/7
		经营状况	3/7
		财务状况	3/7
调整因素		ESG 因素	0
		审计报告质量	0
		不良信用记录	0
		补充调整	0
个体信用状况			a-
外部特殊支持			4
主体信用等级			AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

### 外部特殊支持

- 公司是怀化市怀化经济技术开发区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，怀化市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在：一方面，公司与怀化市政府的联系等级为中等。怀化市政府间接持有公司 100% 股权，对公司经营战略和业务运营具有强大影响力，但公司业务和历史支持主要来源于怀化经开区管委会而非怀化市政府，预计公司未来与怀化市政府的联系保持稳定。另一方面，公司对怀化市政府非常重要。公司最主要的目标是提供基础设施建设等对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基建方面对政府贡献非常大，但政府付出一定努力和成本的情况下仍可以取代公司，公司为发债主体，若公司违约，将会对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为怀化市政府提供支持的能力很强，主要体现在怀化市是武陵山经济协作区中心城市和节点城市，全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一，依托于资源禀赋发展矿冶、水电等支柱产业，经济保持较快增速。

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
17 怀化经开债 /PR 怀建投	10.00	2.00	2023-6-27	2024-8-7

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2017年8月发行7年期10.00亿元公司债券，募集资金计划用于怀化经济开发区工业标准厂房及配套建设项目（7.00亿元）以及补充流动资金（3.00亿元）。截至2024年1月2日，“17怀化经开债/PR怀化投”募集资金专项账户余额为9,803.88元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本无变动。公司名称于2023年6月5日变更为“怀化国际陆港经济开发区开发建设投资有限公司”。根据公司2023年4月7日公告，怀化市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“怀化市国资委”）和湖南怀化国际陆港经济开发区管理委员会（以下简称“怀化经开区管委会”）分别将所持有的公司80%、20%股权无偿划转给怀化市城市发展集团有限公司（以下简称“怀化城发”），上述股权变更已于2023年3月31日完成工商变更登记。此次股权变更后，公司唯一股东为怀化城发，实际控制人仍为怀化市国资委。

2023年，公司合并范围新增子公司1家、减少2家，具体情况如下表所示。

**表1 2023年新纳入公司合并报表范围子公司情况**

子公司名称	持股比例	变化方向	变化方式
怀化国际陆港经济开发区盛港餐饮管理有限公司	100.00%	增加	投资新设
湖南怀化舞水怡亚通供应链有限公司	51.00%	减少	股权转让
湖南怀化卓竣贸易有限公司	100.00%	减少	注销

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

**随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识**

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模



趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

## 区域经济环境

怀化市是武陵山经济协作区<sup>2</sup>中心城市和节点城市，为全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一，水能、矿产等自然资源丰富。近年地区生产总值和财力稳步提升，但经济体量在全省排名靠后、财政自给能力弱

**区位特征：**怀化市是武陵山经济协作区中心城市和节点城市，为全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一，水能、矿产等自然资源丰富。怀化市为湖南省地级市，位于湖南西部偏南，总面积27,564平方千米，为湖南省面积最大的地级市。怀化市现辖13个县、市、区、（含一个管理区，即怀化市洪江管理区），拥有国家级高新区怀化高新技术产业开发区及怀化国际陆港经济开发区。交通方面，湘黔、焦柳、渝怀、怀邵衡四条铁路呈“米”字形交汇，同时是沪昆高铁、张吉怀客运专线的重要纽带，沪昆、杭瑞、包茂等多条高速公路建成通车，芷江机场距离市区31公里，便利的交通条件使得怀化成为连接东西部经济合作交流的战略要地、武陵山经济协作区中心城市和节点城市，2022年11月被列为全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一。怀化水能资源丰富，是全国十大水电基地之一的主体地带，可开发水能450万千瓦，居全省之首。怀化市物产资源富饶，黄金、铜、磷三种矿藏储量分别位居湖南省第一、三、四位，石煤、硅砂、重晶石储量位居全国前列，拥有一个省级开发区——怀化国际陆港经济开发区。

### 图1 怀化市区域经济格局

<sup>2</sup> 2009年国务院提到黔渝湘鄂四省市毗邻地区成立“武陵山经济协作区”，旨在促进经济协作和功能互补，为全国民族地区、贫困地区协作发展探索新路。



资料来源：怀化市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要

**经济发展水平：**怀化市2023年经济总量在湖南省14个地级行政区中排名靠后，但经济增速排名第一。2022年被列为全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一，进出口规模攀升。近三年怀化市经济持续增长，2023年怀化市实现地区生产总值1,948.52亿元，GDP增速为5.6%，在湖南省14个地级市中位列第一。怀化市人均GDP水平不高，2023年人均GDP仅为全国人均GDP的48.50%。2023年三次产业结构调整为14.5：29.0：56.5，第一、二、三产业对GDP增长贡献率分别为9.7%、30.2%、60.1%。其中，工业对GDP增长的贡献率为17.8%。近年来怀化市固定资产投资增速波动下行，2023年固定资产投资增长7.6%，其中工业投资增长39.9%，但固定资产投资增速同比下滑4.8个百分点，主要系生态投资（-36.4%）、基础设施投资（-16.4%）、房地产开发投资（-10.7%）下行拖累所致；2023年怀化市房地产开发投资同比下降了10.7%，商品房销售面积414.74万平方米，下降5.3%，商品房销售额173.92亿元，下降7.7%。作为全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一，同时受益于怀化国际陆港加快建设和班列开行增加，2021年以来进出口总额增长较快，2023年进出口总额达103.62亿元，同比增长了121.6%。

**表2 2023年湖南省下辖地级市经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
长沙市	14,331.98	4.8%	13.63	1,227.07	902.83
岳阳市	4,841.78	4.6%	9.67	200.06	248.90
常德市	4,385.70	3.6%	8.46	203.00	141.87
衡阳市	4,190.87	5.3%	6.41	202.57	266.48
株洲市	3,667.88	5.2%	9.48	192.32	119.47
郴州市	3,110.58	5.0%	6.73	187.78	117.25

湘潭市	2,741.84	5.1%	10.15	124.39	67.64
邵阳市	2,731.42	4.8%	4.28	133.73	122.91
永州市	2,495.83	4.2%	4.82	163.30	-
益阳市	2,136.21	3.4%	5.63	106.40	52.18
娄底市	1,990.50	5.0%	5.31	91.71	39.8
<b>怀化市</b>	<b>1,948.52</b>	<b>5.6%</b>	<b>4.33</b>	<b>124.76</b>	<b>65.37</b>
湘西土家族苗族 自治州	825.85	2.6%	3.38	79.90	18.24
张家界市	613.90	4.6%	4.09	35.71	14.98

注：1) 人均 GDP 算法：统计公报已披露的直接采用，未披露的采用当年 GDP/当年末常住人口计算；2) 娄底市、永州市以及怀化市政府性基金收入为市级口径；3) “-”表示数据未披露。

资料来源：各市统计局网站和财政局网站等，中证鹏元整理

**表3 怀化市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,948.52	5.60%	1,877.64	3.8%	1,817.80	8.4%
固定资产投资	-	7.6%	-	12.4%	-	12.1%
社会消费品零售总额	769.29	9.2%	704.27	1.3%	695.31	14.6%
进出口总额	103.62	121.6%	46.76	135.6%	19.85	37.2%
人均 GDP（元）	43,335		41,357		39,767	
人均 GDP/全国人均 GDP	48.50%		48.26%		49.11%	

注：1) “-”表示数据未公布披露。

资料来源：怀化市 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：**怀化市主导产业仍为矿业、水电等传统行业，未来将大力发展电子信息等新兴产业但尚未形成产业集群。怀化市传统工业以矿冶、水电等行业为主，其中2020年矿冶产值占工业总产值比重为21%、水电产值占比20%。在发展先进制造业方面，怀化市培育电子信息、绿色食品加工、中药材加工、新材料（精细化工）、装配式建筑、先进桥隧装备制造等6个工业新兴优势产业链，扶持金升阳（怀化）科技、正清制药、怀仁博世康、骏泰科技、中铁五新钢模等重点企业。新兴行业增速快但尚未形成产业集群，2023年计算机、通信和其他电子设备制造业增长20.4%，东旭光电项目成功落户怀化高新区，第一期投资25亿元的电子保护玻璃项目实现当年签约、当年建设、当年投产。2023年9月，湖南天泰天润新能源科技有限公司总投资10亿元建设的废磷酸铁锂电池综合利用项目正式落户怀化高新区。近三年，怀化市工业增加值波动下行，2023年全市完成工业增加值444.81亿元，其中规模以上工业增加值增长4.8%，制造业保持增长，但采矿业与电力、热力燃气及水的生产和供应业分别下降4.2%与0.9%。

**发展规划及机遇：**国务院（国发〔2009〕3号）文件要求，协调渝鄂湘黔四省市毗邻地区发展，成立国家战略层面的“武陵山经济协作区”，并以怀化、吉首、张家界、黔江、恩施、铜仁等中心城市为支撑，促进经济协作和功能互补，四省市合力通过优惠政策、基础设施建设等方式促进工业化、城镇化进程。2021年召开的湖南省第十二次党代会明确提出要对接共建西部陆海新通道，怀化市将抓住机遇，通过怀化国际陆港着眼对接西部陆海新通道，通过铁海、铁铁、公铁多式联运，紧密连接北部湾港、广

州港、中老边境磨憨口岸至东盟各国，逐步构建“西部陆海新通道+西南商贸物流枢纽+五省边区协同发展网络”的区域和产业发展新格局。

**财政及债务水平：**近年来怀化市一般公共预算收入稳步提升，但财政自给能力弱，地方政府债务持续扩张。近年来怀化市一般公共预算收入稳中有增，2023年实现地方一般公共预算收入124.18亿元，同比增长6%。税收收入占比较高，财税质量较好，但财政自给能力较弱，近年财政自给率仅不到25%。政府性基金收入持续下降，考虑到房地产市场行情波动，未来政府性基金收入规模可能继续下滑。区域债务方面，近年怀化市本级政府债务持续增长且增速较快。

**表4 怀化市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	124.18	119.56	111.98
税收收入占比	70.12%	70.04%	70.57%
财政自给率	22.43%	23.84%	23.84%
政府性基金收入	111.61	91.95	119.39
地方政府债务余额	1,008.72	855.18	736.76

注：1) 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2) 地方政府债务余额为市本级口径；3) 2023年政府性基金收入为预计数。

资料来源：怀化市人民政府网站，中证鹏元整理

怀化经开区于2007年设立，2022年11月更名为怀化国际陆港经济开发区，为湖南省省级开发区，地处鹤城区、中方县、芷江县交界之处。规划面积82.15平方公里，辖1个街道办事处、4个社区、6个行政村，总人口逾10万余人。怀化经开区以商贸物流及现代服务业、高端制造及外贸加工业为主，区内入驻企业1,500余家，个体工商户1.2万余户，年商品交易总额达355亿元，日物流吞吐量近10万吨。近年怀化国际陆港经济开发区一般公共预算收入稳步提升，税收收入占比较高，且财政自给能力较强，但地方政府债务余额有所扩张。

**表5 怀化国际陆港经济开发区主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	9.18	8.46	6.81
税收收入占比	-	70.70%	79.77%
财政自给率	99.14%	84.44%	108.94%
政府性基金收入	14.43	7.64	6.07
地方政府债务余额	-	32.52	20.22

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；

资料来源：怀化市人民政府网站，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍是怀化经开区重要的基础设施建设和投融资主体，近年主要收入来源变动较大，各项业务收入稳定性较弱；2023年土地转让收入成为公司营业收入的重要支撑，营业收入规模有所增长而毛利率大幅下降；自营项目建设为公司带来较大资金压力，且未来能否实现预期收益存在一定不确定性，土

## 地转让收入受市场行情和政府政策影响较大

公司仍是怀化经开区重要的基础设施建设和投融资主体，主要从事怀化经开区范围内市政工程代建、土地开发等业务。近年主要收入来源变动较大，各项业务收入稳定性较弱。由于本期未结转工程代建项目收入，也无房产出售，2023年公司未实现工程代建收入和投资性房地产转让收入，但土地转让收入对本期收入形成较大贡献，同期营业收入仍有所增长。

2023年公司共有16宗土地被怀化经济开发区土地储备中心收购或有偿收回，获得收购补偿款25.59亿元（其中4.65亿元计入资产处置损益），公司实现土地转让收入20.45亿元。受市场行情和政府政策影响，该项收入未来存在较大不确定性。

毛利率方面，由于土地转让毛利率较上年投资性房地产转让毛利率低，2023年公司销售毛利率大幅下降。其他收入方面，由于2023年实现一部分利息收入且其毛利率较高，其他业务收入规模和毛利率均有所提升。

**表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建收入/工程施工收入	0.16	0.69%	7.09%	4.14	21.44%	15.05%
投资性房地产转让	0.00	0.00	-	13.82	71.49%	30.77%
土地转让收入	20.45	89.41%	13.35%	0.00	0.00	-
租赁业务收入	0.49	2.14%	-38.80%	0.85	4.39%	1.95%
其他业务收入	1.77	7.76%	91.71%	0.52	2.68%	47.44%
<b>合计</b>	<b>22.87</b>	<b>0.69%</b>	<b>18.27%</b>	<b>19.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.58%</b>

注：其他业务收入含采购服务收入、餐饮服务收入、资金占用费等。

资料来源：公司2022年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

### （一）工程施工业务

2023年公司未实现工程代建业务收入，主要代建项目存量规模不大，待结算建设成本可为未来代建业务收入提供一定保障但结算进度存在一定不确定性；自营项目建设为公司带来较大资金压力，但未来能否实现预期收益存在一定不确定性

公司主要承担怀化经开区的市政工程代建任务，具体代建项目主要由公司本部及子公司怀化经济开发区舞阳经济开发有限公司（以下简称“舞阳公司”）负责。怀化经开区管委会授权湖南怀化经济开发区财政局（以下简称“经开区财政局”）就具体项目与公司本部或舞阳公司签订《项目建设及土地整理开发合作协议书》或《委托代建框架协议书》，委托公司承担具体项目的投资建设任务，并约定项目完工后移交给经开区财政局，由经开区财政局对项目进行回购；移交价格（即回购价格）包括项目审定单位决算后的投资总成本及投资回报，其中投资回报以成本加成及投资时间价值加总计算，移交价款（即回购款）支付根据后续签订的回购合同或结算协议执行。由于承接业务规模的缩减及结算进度的变化，2023年公司暂未实现工程代建收入。

由于公司子公司怀化兴港建设工程有限公司近年承接了部分市场化工程施工业务，2023年公司实现工程施工收入0.16亿元，主要来自于河西大道K2+330-K4+200道路右侧土石方运输道路修复工程、怀化国际陆港规划展览厅装修工程等项目。

**表7 2023年公司主要工程施工收入明细表（单位：万元）**

项目名称	确认收入
河西大道 K2+330-K4+200 道路右侧土石方运输道路修复工程	325.01
怀化国际陆港规划展览厅装修工程	312.84
怀化国际陆港南区综合提质项目园林绿化工程	192.66
陆港大道 K0+300-K3+015 段照明工程	149.54
陆港大道交通标志工程	110.09
怀化经开区政务中心大厅装修工程	100.92
<b>合计</b>	<b>1,191.06</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建代建项目预计总投资14.12亿元，尚需投资6.76亿元；公司在建代建项目尚需投资规模不大，但考虑到公司存货中仍有一定规模的已投资未结算代建项目投入，公司未来工程代建业务收入仍有一定保障。

**表8 截至 2023 年末公司在建代建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计投资	尚需投资	是否代建	是否签订代建协议
怀化市怀芷快速干道（罗仙路）道路工程	3.76	2.72	1.04	是	是
怀化市怀芷快速干道（菩萨冲隧道）工程项目	2.37	2.17	0.2	是	是
怀化经开区吉祥大道	2.31	1.27	1.04	是	是
S255 中方至芷江公路（经开区段）	0.65	0.62	0.03	是	否
顺达路	2.59	0.40	2.19	是	否
城市污水处理厂改扩建及配套管网建设	2.44	0.18	2.26	是	否
<b>合计</b>	<b>14.12</b>	<b>7.36</b>	<b>6.76</b>	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要自建自营项目预计总投资32.14亿元，尚需投资9.07亿元，将给公司带来一定资金支出压力；相关项目主要为用于出租或出售的产业园，其收益情况受市场行情影响较大，未来能否实现预期收益存在一定不确定性。其中，怀化经济开发区工业标准厂房及配套建设项目（已更名为：创新创业园）为本期债券募投项目，该项目分三期建设，截至2022年末，一期和二期皆已竣工并交付使用。2023年该募投项目暂未开启三期建设，2023年实现租金收入4,052万元。

**表9 截至 2023 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计投资	尚需投资
湖南怀化经开区医疗物资储备库项目	3.71	1.30	2.41
承接产业转移产业园	12.82	12.12	0.70
科技孵化园	3.91	1.75	2.16

怀化经济开发区工业标准 厂房及配套建设项目*	11.70	7.90	3.80
<b>合计</b>	<b>32.14</b>	<b>23.07</b>	<b>9.07</b>

注：带“\*”项目为本期债券募投项目。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）其他业务

### 租赁等其他业务对公司收入形成一定补充

公司将自持产业园、公租房用于出租获取租金收益，公司主要租赁资产为创新创业园、公租房和停车场等，租赁客户包括政府单位、企业和个人，2023年公司实现租赁收入0.49亿元，截至2023年末公司投资性房地产账面余额10.70亿元，按账面价值估算公司投资性房地产出租收益率较弱。由于2022年公司武陵山国际商贸物流城共5栋商服用房出售，2023年公司可供出租的物业减少，同时出租率有所下降，租赁收入规模大幅下降。由于剩余物业租金规模不大且出租率下降，受折旧影响2023年租赁业务毛利率为负。

**表10 截至 2023 年末公司主要租赁资产明细（单位：万平方米、万元）**

租赁主体	资产名称	面积	年租金
个人、个体户、企业	创新创业园	23.22	4,052.03
个人、个体户、企业	公租房	8.29	358.76
个人	百货站停车场	-	13.76
个体户、企业	金口岸物流城及湖南西部小商品加工工业园区	11.54	46.73
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4,471.28</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （三）外部支持

### 公司继续获得较大力度的外部支持

作为怀化经开区重要的基础设施建设和投融资主体，2023年公司继续获得较大力度的外部支持。2023年公司收到怀化经开区财政局拨付的财政资金2.92亿元计入其他收益，显著提升了公司的利润水平。

## 六、财务分析

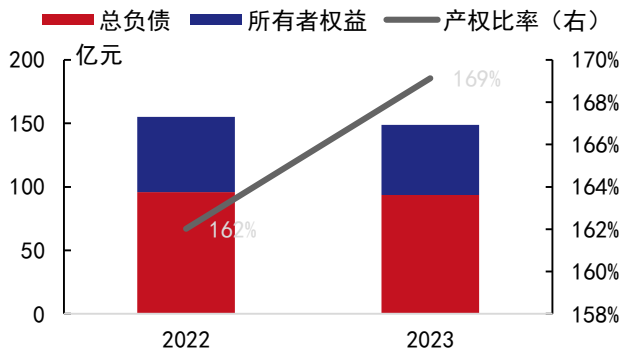
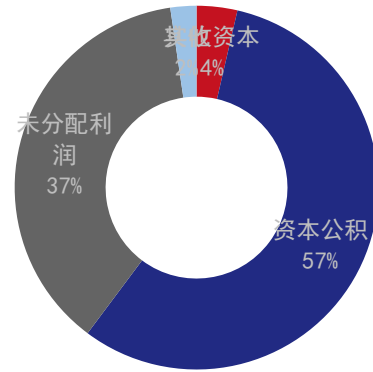
### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围变化情况见表1，截至2023年末，纳入公司合并报表范围的子公司共6家，明细见附录四。

### 资本实力与资产质量

2023年公司资产规模有所减少，资产仍以在建项目投入、应收款项、土地和房产构成，应收款项回款具有一定不确定性，且土地及房屋抵押比例较高，整体流动性较弱

由于2023年公司无偿划出所持湖南怀化国际陆港发展有限公司100%股份，减少资本公积5.66亿元，所有者权益同比下降，带动产权比例有所上升，公司所有者权益对负债的保障程度仍较弱。2023年末公司所有者权益主要由未分配利润和资本公积构成，其中资本公积主要为政府注入的资本金、土地和房产。

**图2 公司资本结构**

**图3 2023年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

由于公司所持湖南怀化国际陆港发展有限公司股份划出，2023年公司资产规模有所下降。公司资产仍主要由在建项目投入、应收款项、土地和房产构成，截至2023年末上述资产占总资产比重超90%。截至2023年末，公司受限资产共22.21亿元，占同期末资产比例为14.92%，主要为因借款抵押的存货和投资性房地产。

截至2023年末，公司应收账款主要为应收经开区财政局的代建项目回购款（20.51亿元）、应收经开区土地储备中心的土地收购款（17.24亿元）及应收怀化经济开发区港园通国有资产经营管理有限公司的投资性房地产、土地的对价款（15.06亿元），上述应收款项占应收账款总额比重超99%；其他应收款主要为对经开区土地储备中心和经开区财政局的土地收购款（10.61亿元）、应收怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限公司和怀化经济开发区港园通国有资产经营管理有限公司的借款及利息（9.37亿元），占其他应收款总额的比重为超80%。公司应收款项的应收对象主要为当地政府及相关单位，回收风险不大但回收时间存在不确定性，对公司资金造成较大占用。

公司存货主要由开发成本和待开发土地构成，其中开发成本为在建代建、自营项目投入成本，随着在建项目投入，2023年末规模上升至40.16亿元；由于经开区土地储备中心收购公司部分土地，2023年末公司待开发土地规模下降至14.72亿元，用途以商服和住宅用地为主。截至2023年末，存货中有账面价值为12.39亿元的土地因借款抵押而受限，存货中待开发土地抵押比例为84.17%。

公司投资性房地产主要为创新创业园、武陵山国际商贸物流城、湖南西部小商品加工工业园等产业园，采用成本模式进行后续计量，2023年末因折旧而账面价值小幅下降，其中8.11亿元因借款抵押而受限，投资性房地产抵押比例75.79%。公司无形资产主要为怀化市经开区一带城镇住宅用地，因部分出让给经开区土地储备中心，2023年无形资产账面价值大幅减少。截至2023年末，公司货币资金余额为2.58亿元，其中0.08亿元因冻结使用受限。



**表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.58	1.73%	0.23	0.15%
应收账款	52.14	35.03%	44.28	28.55%
其他应收款	24.67	16.57%	25.88	16.69%
存货	54.90	36.88%	64.93	41.86%
<b>流动资产合计</b>	<b>136.09</b>	<b>91.41%</b>	<b>137.12</b>	<b>88.40%</b>
投资性房地产	10.70	7.18%	11.20	7.22%
无形资产	1.99	1.34%	4.73	3.05%
<b>非流动资产合计</b>	<b>12.78</b>	<b>8.59%</b>	<b>17.99</b>	<b>11.60%</b>
<b>资产总计</b>	<b>148.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>155.11</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 盈利能力

**2023年公司营业收入保持增长，政府补助显著提升公司利润水平，未来工程代建业务收入仍有一定保障，但代建项目储备量一般，土地转让收入未来可持续性存在较大不确定性**

2023年公司工程代建收入规模较小，但由于出让部分土地，同期营业收入仍有所增长。毛利率方面，由于土地转让毛利率较上年投资性房地产转让毛利率低，2023年公司销售毛利率大幅下降。因同期收到的土地转让款项较多，2023年公司经营活动现金流净额大幅上升至20.07亿元，收现比明显改善。由于土地转让收入未来可持续性存在较大不确定性，考虑到地方财政资金压力较大，仍需持续关注公司回款情况。

截至2023年末，公司在建代建项目尚需投资规模不大，但考虑到公司存货中仍有一定规模的已投资待结转代建项目投入，公司未来工程代建业务收入仍有一定保障。公司在建自营项目主要为用于出租或出售的产业园，其收益情况受市场行情影响较大，未来能否实现预期收益存在一定不确定性，其他业务对公司营业收入形成一定补充。

2023年公司获得政府补助2.92亿元，占同期利润总额的152.08%，显著提升了公司利润水平。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	22.87	19.33
营业利润	2.03	1.98
其他收益	2.92	1.10
利润总额	1.92	1.98
销售毛利率	18.27%	26.58%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 偿债能力

2023年公司资产负债率有所提升，短期偿债能力指标表现较弱；此外，公司存量债务本息接续压力仍存，自营项目建设仍需新增融资，债务压力较大

截至2023年末公司总债务为85.85亿元，公司总债务占负债总额的比例为91.77%，仍以长期债务为主。

截至2023年末，公司债务类型主要包括银行借款、债券融资、非标融资、部分带息往来款及政府专项债。截至2023年末，公司银行借款余额占总债务比重约19%，其中，银行借款包括抵押借款、保证借款和信用借款等，授信方主要有长沙银行、建设银行、农业银行等，借款利率主要分布在3.85%-6.80%。债券融资方面，截至2023年末公司已发行尚未兑付的债券余额为27.64亿元（含应计债券利息），发行利率分布在5.00%-7.50%，占总债务比重约为32%；公司直接融资规模较大，如果未来债券市场融资政策收紧，或对公司融资能力产生不利影响。公司非标融资余额为0.26亿元，为江苏金融租赁和上海普熙租赁授信的两笔融资租赁款，利率分别为6.74%和7.05%，均将于一年内到期。其他债务中，截至2023年末其他应付款有息部分余额为15.63亿元，主要为与怀化源阳开发建设有限责任公司、湖南怀化国际陆港发展有限公司等关联公司或当地国企的往来款，其中公司应付湖南怀化国际陆港发展有限公司14.76亿元，利率区间为4%-6%，偿还具备一定弹性。此外，公司债务中含部分政府专项债，截至2023年末余额为22.83亿元。

经营性负债方面，应付账款为应付工程款，2023年规模有所减少；其他应付款无息部分主要为与区域内国有企业的往来款。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.15	0.16%	3.60	3.75%
应付账款	1.51	1.61%	2.03	2.11%
其他应付款	21.89	23.40%	13.41	13.98%
一年内到期的非流动负债	5.99	6.40%	23.10	24.09%
<b>流动负债合计</b>	<b>32.41</b>	<b>34.64%</b>	<b>43.13</b>	<b>44.97%</b>
长期借款	13.57	14.51%	15.87	16.55%
应付债券	24.55	26.24%	15.87	16.55%
长期应付款	22.83	24.40%	20.89	21.78%
<b>非流动负债合计</b>	<b>61.15</b>	<b>65.36%</b>	<b>52.78</b>	<b>55.03%</b>
<b>负债合计</b>	<b>93.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>95.91</b>	<b>100.00%</b>
总债务	85.85	91.77%	85.20	88.84%
其中：短期债务	24.91	26.62%	32.57	33.96%
长期债务	60.95	65.15%	52.63	54.87%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司资产规模有所下降，推动资产负债率升至62.84%；由于土地转让业务的毛利率相对较

低，同期公司EBITDA利息保障倍数有所下降。2023年末公司现金短期债务比上升至0.11，但仍处于较低水平，现金类资产对短期债务覆盖力度很弱。截至2023年末，公司未使用银行授信额度为12.21亿元，考虑公司土地和房屋抵押比率较高，融资弹性一般。此外，公司土地转让收入未来存在较大不确定性，代建项目储备量有限，而在建自营项目仍需一定资金投入，同时存量债务本息接续压力仍存，公司债务压力较大，未来需关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	62.84%	61.83%
现金短期债务比	0.11	0.01
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.48

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

**中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响**

环境方面，根据公司提供的相关说明，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会方面，根据公司提供的相关说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，跟踪期内公司董事和监事发生人员变动。2023年7月，公司原董事李维东变更为谢磊，原监事唐卯生、杨秀德变更为刘旭、吴晶。2024年2月，公司法人及总理由杨芳来变更为严智杰。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2024年6月5日）、控股股东（报告查询日：2024年7月1日）及重要子公司舞阳公司（报告查询日：2024年6月5日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保金额为31.80亿元，占当期末净资产的57.49%，对外担保规模较大，被担保方均当地国有企业，存在一定的或有负债风险。

**表15 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保余额	担保到期日
怀化市城市建设投资有限公司	1.61	2028/12/31
怀化市兴园工程建设有限公司	0.10	2024/12/17
怀化市速飞建筑工程有限公司	0.00	2024/12/20
怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限责任公司	0.72	2014/1/11
湖南联合城市建设集团有限公司	0.02	2024/10/22
湖南广厚工程有限公司	0.00	2024/12/20
智怀建设集团有限公司怀化高新区分公司	0.03	2024/12/20
怀化市工业园区正鑫产业投资发展有限公司	1.00	2040/6/6
怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限责任公司	2.98	2024/9/26
湖南怀化国际陆港发展有限公司	2.50	2043/8/28
湖南怀化国际陆港发展有限公司	3.00	2026/3/22
湖南怀化国际陆港发展有限公司	4.00	2026/4/6
湖南怀化国际陆港发展有限公司	4.78	2028/3/16
怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限责任公司	0.70	2033/12/27
怀化市城市建设投资公司	1.34	2028/7/31
怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限责任公司	2.00	2025/12/22
怀化市曙光园林绿化有限责任公司	0.10	2024/7/10
湖南舞水城市运营管理有限责任公司	0.10	2024/7/10
怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限责任公司	0.84	2024/11/27
怀化市交通建设投资有限公司	0.16	2027/12/31
湖南怀化科祥人力资源服务有限责任公司	0.10	2024/12/24
怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限责任公司	0.23	2024/1/17
怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限责任公司	0.09	2024/1/20
湖南怀化国际陆港发展有限公司	0.09	2025/12/6
湖南怀化国际陆港发展有限公司	0.36	2025/12/6
湖南怀化国际陆港发展有限公司	1.35	2025/12/25
怀化市交通建设投资有限公司	0.05	2024/12/31
湖南怀化国际陆港经开区怡亚通供应链有限公司	2.00	2024/3/5
怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限责任公司	1.54	2024/3/15
<b>合计</b>	<b>31.80</b>	

资料来源：公司 2023 年审计报告

## 其他

本次评级公司个体信用状况为 a-，较上次评级下调 1 个级别，主要是因公司近年主要收入来源变动较大，2023 年未实现工程代建收入，导致经营状况评分下降。

## 八、外部特殊支持分析

公司是怀化市怀化经济技术开发区政府下重要企业，怀化市政府间接持有公司 100% 股权。中证鹏

元认为在公司面临债务困难时，怀化市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与怀化市政府的联系等级为中等。怀化市政府间接持有公司100%股权，对公司经营战略和业务运营具有强大影响力，但公司业务和历史支持主要来源于怀化经开区管委会而非怀化市政府。预计公司未来与怀化市政府的联系保持稳定。

(2) 公司对怀化市政府非常重要。公司最主要的目标是提供基础设施建设等对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基建方面对政府贡献非常大，但政府付出一定努力和成本的情况下仍可以取代公司，公司为发债主体，若公司违约，将会对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

经评估，怀化市政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy\_ffmx\_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+3”调整为“+4”。

## 九、债券偿还保障分析

### 中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有助于提升本期债券的信用水平

中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

中合担保成立于2012年7月，由中国进出口银行、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司、JPMorgan China Investment Company Limited（以下简称“JPMorgan China”）出资发起设立，初始注册资本为51.26亿元，是为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目而成立的担保机构。2022年4月，海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）宣布风险处置工作基本结束，包括海航资本等在内的321家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）不在重整范围内，根据海航科技2022年4月发布的公告，海航集团破产重整导致海航科技实际控制人已由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。截至2023年末，海航资本与海航科技均无实际控制人，且无一致行动人关系。

2023年，中合担保原第二大股东JPMorgan China以协议转让的方式，将其持有中合担保的12.76亿股（占公司全部股份的17.78%）转让给宏达控股集团有限公司，该事项已经北京市地方金融监督管理局和北京市市场监督管理局备案通过。截至2023年末，中合担保注册资本和实收资本均为71.76亿元，无控股股东和实际控制人。

**表16 截至 2023 年末中合担保股权结构（单位：亿元）**

股东名称	出资额	持股比例
海航科技股份有限公司	19.10	26.62%
宏达控股集团有限公司	12.76	17.78%
海航资本集团有限公司	12.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47%
中国进出口银行	5.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93%
<b>合计</b>	<b>71.76</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：中合担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保是全国展业的融资担保机构，主要从事直接和间接融资担保、自有资金投资等业务，以直接融资担保业务为主。受自身经营策略调整、海航集团破产重组以及城投债发行政策收紧等因素影响，近年来中合担保存续担保业务规模持续收缩。截至 2023 年末，中合担保融资担保余额为 267.02 亿元，同比下降 20.40%。2023 年以来，因中合担保主营的城投债担保业务受到城投债发行政策影响，中合担保调整自身经营策略，未来计划控制城投债担保业务规模，在通过业务及风控数字化以提高运营效率的同时，借助股东中国宝武的资源拓展供应链金融创新业务，从而为其带来新的业务和盈利增长点，实现中长期的健康发展，但未来中合担保的整体经营表现需要关注。

中合担保主要从事以服务城投类企业为主的直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据以及公司债等。受城投债发行政策收紧影响，2023 年中合担保新增担保业务规模合计 100.95 亿元，同比下降 9.38%；同时因解保规模较大，截至 2023 年末中合担保直接融资担保余额同比下降 20.99% 至 251.68 亿元，在担保余额中的占比为 94.25%，其中城投类业务担保余额为 245.36 亿元，全部为公募债券担保业务。截至 2023 年末，中合担保间接融资担保余额为 12.23 亿元，供应链金融担保业务的开展带动间接融资担保业务笔均规模快速下降，间接融资担保业务在保项目 513 个，在保客户 65 户，户均担保规模为 0.19 亿元。自 2020 年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武及其上下游企业开展以供应链金融为主的新金融业务，同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等创新型担保产品先后落地，并实现线上化运营。2023 年，中合担保全年累计开展新金融业务担保规模为 41.60 亿元，在业务转型方面取得了一定进展，但未来中合担保新金融业务发展速度以及业务转型的整体进展仍需关注。

2023 年，公司以自有资金为其全资子公司中合明智商业保理（天津）有限公司（以下简称“中合保理”）增资 3.00 亿元，中合保理注册资本增加至 3.50 亿元。此外，中合担保推出池保理等创新型保理业务模式，通过担保+保理的组方式高效满足中国宝武产业链上下游中小企业多样化的融资需求，带动保理业务快速发展。截至 2023 年末，中合担保应收保理款账面价值为 9.14 亿元，相当于 2022 年末的 31.03 倍。

**表17 中合担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
当期担保发生额	100.95	111.39	37.84
当期解除担保额	169.38	199.18	240.87
期末担保余额	267.02	335.46	423.25
其中：融资担保余额	263.91	335.46	423.25
直接融资担保余额	251.68	318.54	407.85
间接融资担保余额	12.23	16.91	15.40
融资担保责任余额	213.35	271.66	342.35
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.92	3.68	4.70

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

2023年，中合担保未发生担保代偿，同时追偿工作取得较大进展，全年实现代偿回收金额 1.26 亿元，2023 年末累计代偿回收率同比上升 2.58 个百分点至 35.30%，但仍处于较低水平。整体来看，中合担保的担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、城投行业经营和融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注，同时代偿追偿效果仍需进一步提升。截至 2023 年末，中合担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为 1.24 亿元、2.63 亿元和 0.47 亿元，担保风险准备金合计为 4.34 亿元，同比下降 8.99%；拨备覆盖率为 123.47%，总体来看中合担保风险准备金提取较为充足。

资金运用业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，自 2019 年起除因担保项目追偿产生的抵债资产外，不再新增非标债权及股权类投资项目，资金运用业务逐步以债券投资为主。截至 2023 年末，中合担保投资资产合计 65.18 亿元（含货币资金及定期存款），其中债券投资资产为 48.97 亿元，在投资资产中的占比为 75.13%；持仓债券均为利率债以及 AAA 级央企发行人所发行的债券，相关投资流动性较好，信用风险较为可控。

**表18 中合担保主要财务数据及指标（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	86.09	82.18	83.55
货币资金	0.74	4.83	5.85
应收代偿款	1.13	3.10	8.09
所有者权益合计	73.12	73.97	73.13
营业收入	4.26	4.59	5.91
营业支出	(2.58)	(3.53)	(4.03)
信用减值损失	(1.07)	(2.56)	(5.34)
净利润	1.55	1.05	1.58
净资产收益率	2.11%	1.43%	2.16%
当期担保代偿额	0.00	0.00	5.30
当期担保代偿率	0.00%	0.00%	2.20%
累计担保代偿率	2.83%	3.14%	3.60%

累计代偿回收率	35.30%	32.72%	26.28%
拨备覆盖率	123.47%	153.75%	88.40%

资料来源：中合担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保资产构成以现金类资产和金融投资资产为主，截至 2023 年末资产规模为 86.09 亿元，同比增长 4.76%；其中货币资金和定期存款分别为 0.74 亿元和 3.58 亿元，货币资金包括活期存款和证券交易备付金，不存在使用受限情况。截至 2023 年末，中合担保投资资产（含货币资金及定期存款）在资产总额中的占比为 75.71%。近年来中合担保加大应收代偿款的追偿及计提减值力度，截至 2023 年末应收代位追偿款余额为 13.67 亿元，已计提减值准备 12.55 亿元，账面价值为 1.13 亿元，同比下降 63.63%。截至 2023 年末，中合担保无 II 级资产，I 和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 70.45%和 16.71%，以国债、AAA 级信用债等金融资产为主的 I 级资产占比较高，资产流动性较好。

中合担保负债以担保业务相关准备金及卖出回购金融资产为主，截至 2023 年末负债总额为 12.97 亿元，同比增长 57.97%；其中短期借款为 1.24 亿元，在负债总额中的占比为 9.54%。受担保业务余额持续下降影响，2023 年末中合担保的担保赔偿准备金和未到期责任准备金分别为 2.63 亿元和 1.24 亿元，同比分别下降 3.35%和 28.73%，合计在负债总额中的占比为 29.78%。为提高自有资金运营效率，中合担保开展了一定规模债券回购业务，产生了部分卖出回购金融资产款，2023 年末其余额同比增长 191.34%至 5.86 亿元，在负债总额中的占比为 45.15%。

近年来中合担保所有者权益规模基本保持稳定，截至 2023 年末，中合担保所有者权益合计 73.12 亿元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2023 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数下降至 2.92 倍，未来担保业务发展空间较大。

**表19 中合担保收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年	2022 年	2021 年
担保业务净收入（已赚保费）	2.52	2.81	3.89
投资收益	2.09	2.12	2.06
公允价值变动损益	(0.59)	(0.60)	(0.09)
汇兑损益	0.03	0.20	(0.07)
其他收益	0.00	0.01	0.00
其他业务收入	0.22	0.05	0.12
<b>营业收入合计</b>	<b>4.26</b>	<b>4.59</b>	<b>5.91</b>

注：2021-2023 年公司投资收益中均包括存款利息收入；其他业务收入主要为咨询服务收入、追偿收入、基金管理业务收入和保理业务收入等，其他收益为政府补助和个税及附加税手续费返还。

资料来源：中合担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保的营业收入主要来源于担保业务收入、存款利息收入、金融投资资产带来的投资收益以及中合保理产生的保理业务收入。2023 年，因担保业务规模收缩，中合担保营业收入同比下降 7.28%至 4.26 亿元，其中担保业务净收入为 2.52 亿元，同比下降 10.43%，在营业收入中的占比为 59.10%；受投资资产规模压缩、风险偏好收紧等因素影响，投资收益同比下降 1.52%至 2.09 亿元，主要来自于债券投资；受益于保理业务的快速发展，其他收入同比大幅增长至 0.22 亿元，其中保理业务收入为 0.13 亿元，相当



于2022年的10.42倍。近年来中合担保营业支出持续下降，2023年营业支出同比下降26.95%至2.58亿元，其中信用减值损失大幅下降58.00%至1.07亿元，主要系追偿工作取得进展使得应收代位追偿款减值损失大幅下降。2023年，中合担保实现净利润1.55亿元，同比增长47.59%；净资产收益率为2.11%，同比上升0.68个百分点。

外部支持方面，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享和金融通等方面给予中合担保较大力度支持，对其实现业务转型和多元化发展提供了有效帮助。

综上，中合担保股权结构多元且股东实力强，重要股东中国宝武综合实力极强，在公司治理及内部管理等方面给予中合担保较大支持；风险进一步出清，供应链担保业务转型初显成效；资本实力强，资产流动性较好，担保代偿能力很强。同时中证鹏元也关注到，中合担保股权结构的不确定性对其经营战略等方面带来潜在不利影响；担保余额持续下降，担保代偿回收率仍处于较低水平，追偿效果有待加强；受城投债发行政策收紧以及自身经营策略调整等因素影响，目前中合担保主营的城投债担保业务未来规模或将进一步收缩，未来中合担保的整体经营表现需要关注等。

经中证鹏元综合评定，中合担保的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

## 十、结论

怀化市是西部地区武陵山经济协作区中心城市和节点城市，全国商贸服务型国家物流枢纽承载城市之一，依托于资源禀赋发展矿冶、水电等支柱产业，近年地区生产总值和财力稳步提升。

公司作为怀化经开区重要的基础设施建设和投融资主体，2023年收入保持增长，未来代建收入有一定保障；此外，公司持续收到怀化经开区管委会财政补贴等支持。但中证鹏元也关注到，公司直接融资规模较大，现金类资产对短期债务保障程度很弱，且大部分土地、房屋已抵押受限，融资弹性一般，公司面临较大债务压力和一定或有负债风险。

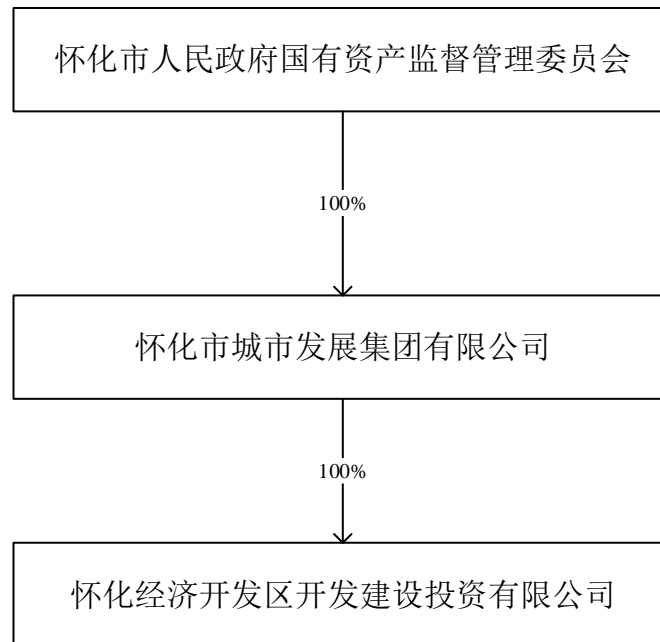
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“17怀化经开债/PR怀建投”的信用等级为AAA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	2.58	0.23	0.45
应收账款	52.14	44.28	34.71
其他应收款	24.67	25.88	26.99
存货	54.90	64.93	58.71
流动资产合计	136.09	137.12	122.69
固定资产	0.03	0.03	0.03
投资性房地产	10.70	11.20	13.95
非流动资产合计	12.78	17.99	20.10
资产总计	148.87	155.11	142.79
短期借款	0.15	3.60	0.00
应付账款	1.51	2.03	2.12
其他应付款	21.89	13.41	8.42
一年内到期的非流动负债	5.99	23.10	23.05
流动负债合计	32.41	43.13	33.92
长期借款	13.57	15.87	9.57
应付债券	24.55	15.87	32.64
长期应付款	22.83	20.89	9.33
非流动负债合计	61.15	52.78	51.69
负债合计	93.55	95.91	85.61
所有者权益	55.31	59.20	57.18
营业收入	22.87	19.33	13.65
营业利润	2.03	1.98	2.69
其他收益	2.92	1.10	2.79
利润总额	1.92	1.98	2.69
经营活动产生的现金流量净额	20.07	1.68	2.35
投资活动产生的现金流量净额	-0.14	-9.47	-0.24
筹资活动产生的现金流量净额	-17.65	7.57	-3.25
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	18.27%	26.58%	15.36%
资产负债率	62.84%	61.83%	59.95%
短期债务/总债务	29.01%	38.23%	31.86%
现金短期债务比	0.11	0.01	0.02
EBITDA（亿元）	4.14	6.15	5.91
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.48	1.19

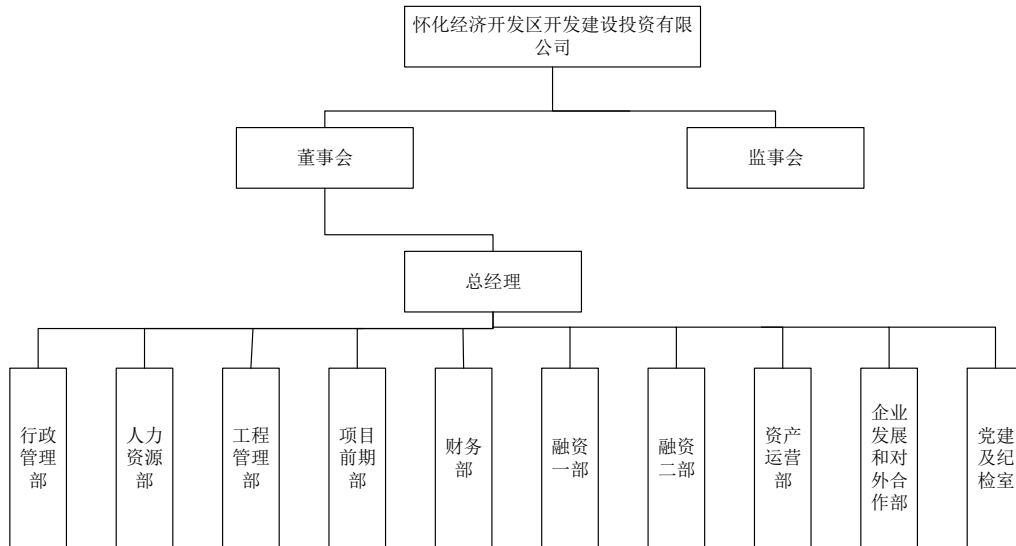
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
怀化经济开发区舞阳经济开发有限公司	商务服务业	97.50		投资设立
怀化经济开发区中芷公路项目建设有限公司	商务服务业	100.00		投资设立
湖南怀化立卓贸易有限公司	批发业	100.00		投资设立
怀化兴港建设工程有限公司	房屋建筑业	100.00		非同一控制合并
怀化浩港新能源开发有限公司	电力、热力生产和供应业	100.00		投资设立
怀化国际陆港经济开发区盛港餐饮管理有限公司	商务服务业	100.00		投资新设

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 长期债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。